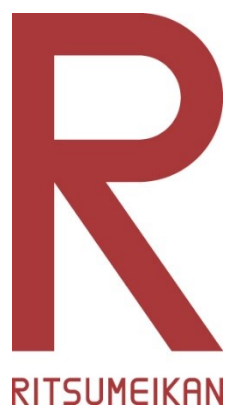


平成 29 年度証券ゼミナール大会提出論文 第 1 テーマ



今後の国内証券市場の 活性化について



B ブロック 立命館大学 松本ゼミナール

青木祥伍 刈屋元希 森太郎

目次

序章	3
第 1 章 証券市場の活性化とは	3
1 量的分析	3
5 2 質的分析	6
3 小結	10
第 2 章 証券・証券市場の機能と役割	11
1 証券の機能と役割	11
10 1. 1 証券の定義	11
1. 2 擬制資本としての証券	13
2 証券市場の機能と役割	15
2. 1 市場型間接金融について	16
2. 2 証券化とは	17
15 2. 3 証券化のメリット・デメリット	17
第 3 章 なぜ証券市場を活性化しなければならないのか..	18
1 市場活性化の意義＜投資家側からの視点＞	18
2 市場活性化の意義＜企業側からの視点＞	20
20 3 小結	25
第 4 章 国内証券市場活性化のための方策	26
1 国内証券市場活性化の方向性	26

2	幅の利いた証券市場形成①	個人投資家の意義.....	26
3	幅の利いた証券市場形成②	NISA(少額投資非課税制度)	28
4	幅の利いた証券市場形成③	個人投資家にとっての 中小型株・新興株	30
5	5 厚みのある証券市場形成①	証券市場に“厚み” を持たせる前提	34
	6 厚みのある証券市場形成②	理想的な証券発行	35
	7 厚みのある証券市場形成③	マーケットインフラとしての 証券取引所	37
10	8 厚みのある証券市場形成④	証券化商品	39
	9 小結		41
	終わりに		41
	参考文献		42
15	図表データ元		43

序章

日本経済が低成長時代を迎え、企業の投資環境に変化が生じている。戦後の高度成長期に主流であった銀行貸出は影を潜め、企業は内部留保によって新たな投資の資金を充足している。本来、証券発行による外部調達には銀行貸出や内部留保に比べ、広く資金余剰主体から資金を調達できる利点がある。しかしながら、証券発行による資金調達は企業に選択されていないのが現状である。資金余剰主体である家計についてもその資産割合の半分以上が現預金による保有であり、長きにわたり政府が様々な政策を打ち出して「貯蓄から投資へ」をスローガンにリスク資産形成を促してきた。しかし、これも効果的な個人投資家の呼び込みにはつながっていない。本稿では、現在の証券市場を分析した上で、証券・証券市場についてより本質的な役割や機能を論じ、なぜ今活性化する必要があるのか、また何をどうすれば証券市場が活性化するかを論理的な筋道を示しながら論ずる。

15

第1章 証券市場の活性化とは

証券市場の活性化とはどのような状態を指しているのかを考察し、さらに現在の証券市場を分析する。活性化について一義的な解釈をするのではなく、様々な指標を用いて現状を分析し、さらに証券市場の機能と役割から、証券市場が活性化している場合にどのような特徴を示すのかを明らかにする。

20

1. 量的分析

証券市場の活性化を捉える方法として、今節では株式市場・債券市場それぞれの時系列データを用いて分析をする。前述の通り、活性化について一義的な解釈は避け、企業の資金調達面、株式市場における株価・時価総額面、債券市場の社債面に分けて分析し、そこから得られた傾向を基に証券市場の活性化を比較考察する。

25

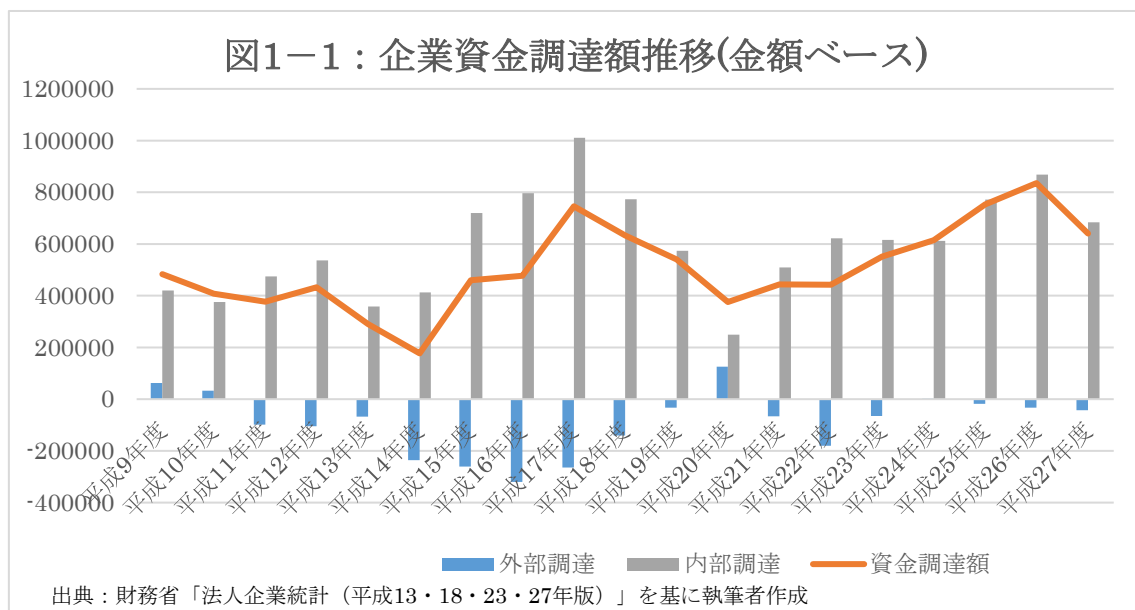


図 1-1 は、企業資金調達額の推移をグラフ化したものである。企業は設備投資の為に、銀行借入の他に株式発行市場や債券発行市場で資金調達を行うが、近年の日本では内部調達が主流となっている。内部調達とは、主に内部留保によって、次の投資に備えるための自己資金を確保することである。このように内部調達が外部調達よりも上回る状態が意味することは、企業が証券市場からの資金調達に頼っていない状態を指す。

よって、近年の国内証券市場は、企業の資金需要を満たす市場としての役割が薄れている。

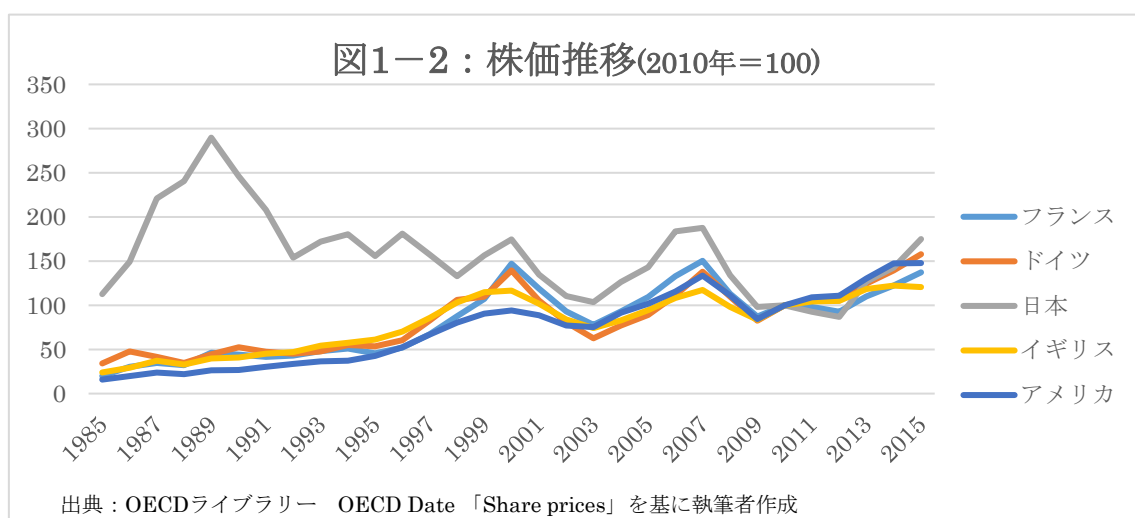


図 1-2 は、先進主要国の平均株価を指数化(2010年=100)し、グラフ化したものである。主要先進国の株価の傾向は、歩調を合わせるように同じ動きを示

している。時系列で株価変動を国際比較した場合、日本だけが他国に後れを取っているような状況ではない。

また、日本の株価だけを観察した場合、リーマンショック経験後の近年の株価水準は、バブル崩壊直後の水準にまで回復している。ここで、バブル期の株価水準を基準として比較することは不適當であると指摘しておきたい。その理由として、日本経済が経験した 1980 年代後半の地価・株価の上昇は実体経済の実力以上のマネーが大量に流れ込んだ結果であり、当時の状況が本稿で明らかにしたい証券市場の活性化に合致しないためである。

総じて、時系列でみた場合の株価変動では、日本の現在の株価水準が極端に低いとはいえない。

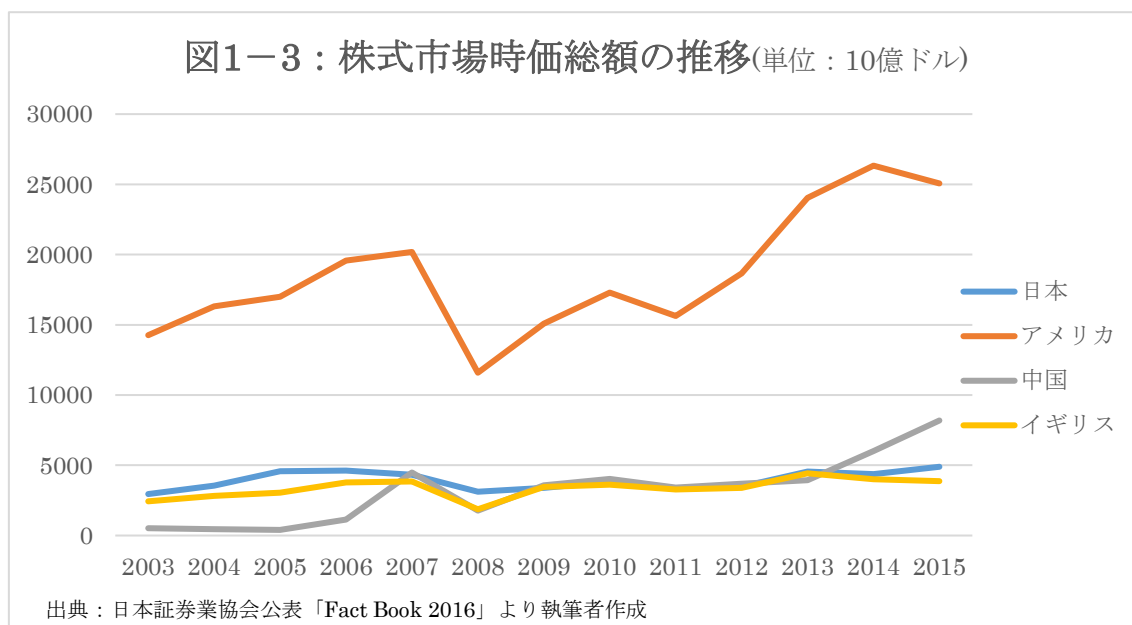


図 1-3 は、株式市場の時価総額を国際比較したものである。この比較では、日米の市場規模の差が極めて大きいことが読み取れる。日本の株式市場時価総額は、ほぼ 5 兆ドルで頭打ちしている状態であるのに対し、米国は大きな変動を経ながら、日本の 5 倍程度の市場規模にまで拡大している。

つまり、株式市場規模を用いた比較では、米国に比べて日本の株式市場はなおまだ小さいといえる。証券市場の活性化を市場規模の大小で定義した場合、日本はいまだ活性化する余地を残している。

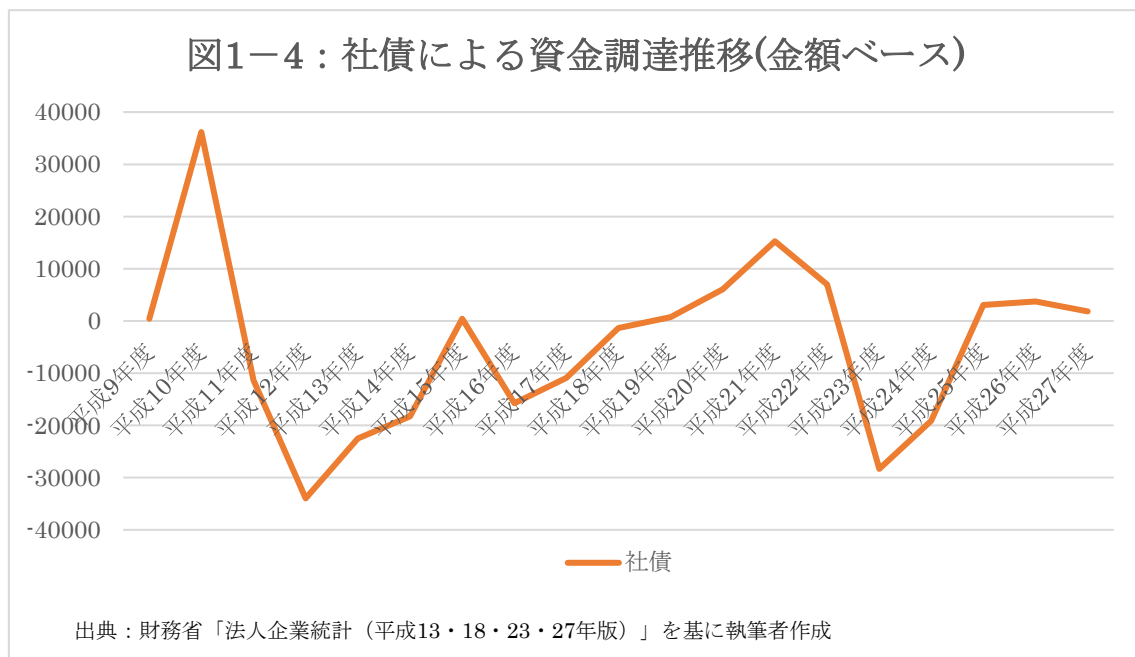


図1-4は、社債による資金調達額の推移である。近年、社債発行が企業の資金調達手段として選択されることが少ない点が指摘できる。年度によっては、マイナスの値を取ることがあるが、これは社債発行額よりも償還額の方が大きいことを示している。その他の年度でも、値が大きくプラスに転じることはなく、資金調達手段としての社債の役割が薄れてきていることがうかがえる。つまり、債券発行市場は低迷状態にあるといえる。

以上のような量的分析から指摘できる点は、企業の資金調達手段として証券市場がその機能を十分に果たしていないことである。さらに株式市場における時価総額の日米比較分析で明らかになった、国内株式市場が小規模であること、債券市場における社債での資金調達が利用されなくなっていることが挙げられる。量的分析では国内証券市場においてこれらの特徴が見出せた。

2. 質的分析

前節では時系列データを用いて量的分析を行ったが、今節ではまず、証券市場が持つ機能と役割について定義する。この点を明らかにし、現在の証券市場が本来求められている機能と役割をどの程度果たしているのかを確認する。もし十分に市場の機能と役割が果たされているのならば、その状態を質的な証券市場の活性化と定義する。本節では分析のために証券市場の役割と機能について

て明らかにするが、本質的なより掘り下げた内容については次章で詳細に述べる。

証券市場の役割は、資金需要者と供給者の両面から捉えることができる。まず、証券市場は資金需要者である企業に対して長期安定的な資金を提供する。

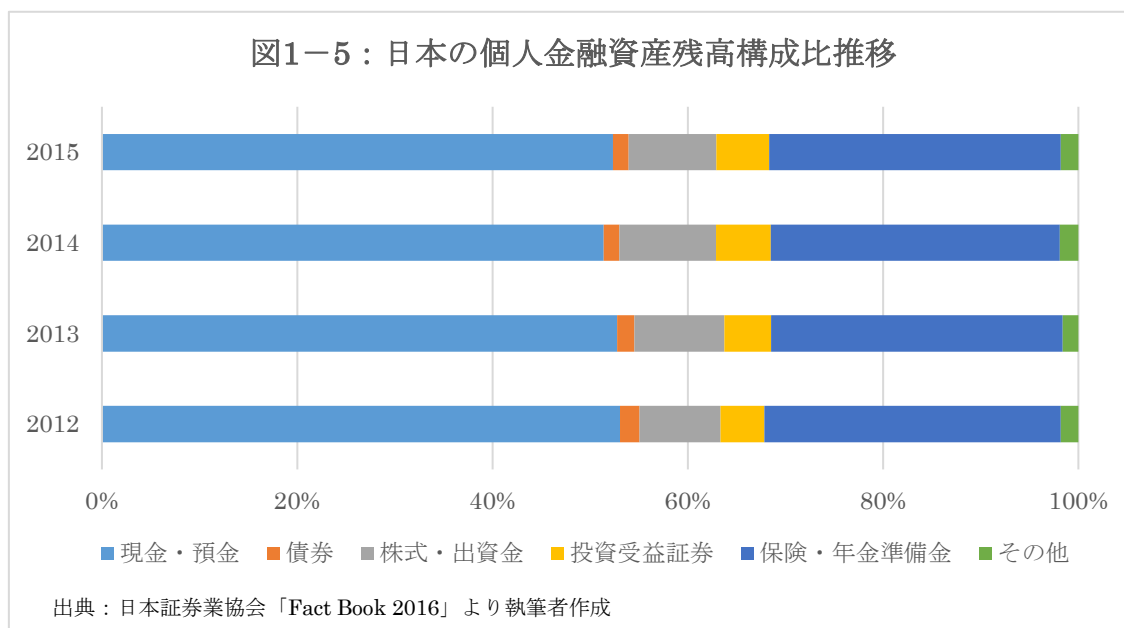
- 5 企業は、投資によって得られるリターンが証券市場における資本コストを上回れば、株式や社債を発行し外部調達を行う。

次に、証券市場は資金供給者である家計部門に対して、様々な余剰資金運用手段を提供する。投資家は自己にとって最適なリスクとリターンの組み合わせを選択し、証券市場へ投資を行う。

- 10 証券市場の役割が明らかにされたところで、現在の国内証券市場が本来の役割を果たしているのかを分析する。第 1 節の図 1-1 で指摘の通り、近年は企業の資金調達において外部調達よりも内部調達による割合が大きくなり、証券市場が持つ企業への長期安定的な資金供給のチャネルという役割が薄れてきた。この点について留意すべきことは、外部調達額減少の要因が企業側にもあると
- 15 いうことである。近年では企業において収益性向上や負債圧縮のためにバランスシートの調整が行われており、その結果として投資行動の抑制、社債や銀行借入などの負債の償還が進んでいる状況が見られる。例えば図 1-1 において、外部調達額がマイナスを示していることがそのことを表しているのではないだろうか。また、図 1-4 では社債発行による資金調達動向が示されていたが、
- 20 それをみると超低金利下における（1999 年から現在まで）社債による資金調達額はおおかたマイナスを示している。これは、調達額よりも償還額のほうが大きいことを示している。つまり、社債面からみても証券市場の資金調達チャネルとしての役割が低下しているといえる。

- 結局、企業が外部調達を選択するようなインセンティブを証券市場側が用意
- 25 する必要がある一方で、企業側もアグレッシブな経営方針によって外部調達による投資行動を起こさなければ、証券市場の活性化を促すことが出来ないといえる。

次に、資金供給者の面での役割について確認する。図 1-5 は日本国内の個



人金融資産残高の構成比を年次比較したものである。この図から明らかなように、個人部門の債券・株式保有割合は非常に低いことが読み取れる。個人金融資産の過半は現金・預金というリスクフリー資産で保有されている。つまり、証券市場が資産運用手段という役割を果たせていない。この点については、第5章で市場活性化の意義と共に述べる。

従って、証券市場は本来求められる役割(資金調達手段と資産運用手段)を十分に果たせていない。

次に、証券市場を発行市場と流通市場に分けて捉える。それぞれの市場が持つ機能を明確にし、現在の証券市場において機能しているのかを確認する。

- 10 証券発行市場における機能とは、発行主体の信用力に応じた資金コスト(発行証券の利回り)で、発行主体に資金調達させることである。これは、前述の資金需要者目線での役割で既に説明した通りである。

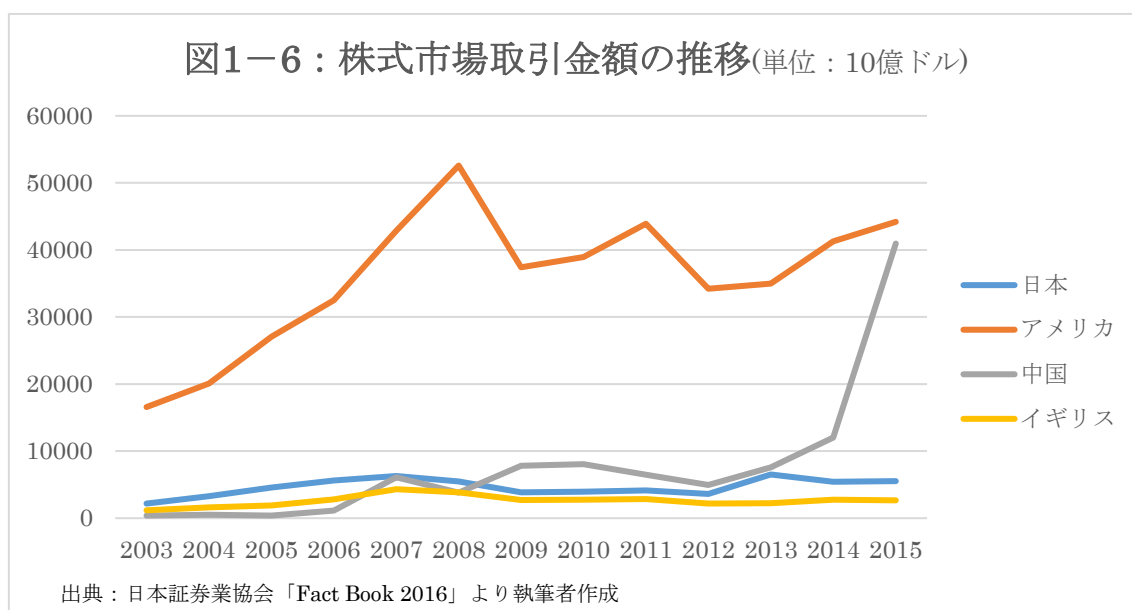
- 15 証券流通市場における機能には、証券の流動化機能と価格形成の機能がある。証券の流動化機能は、取引所などにおいて証券売買を集中取引することで証券の流動性を高める機能である。証券売買が集中されることで多数の取引参加者が参入し、売り手と買い手の双方とも納得し得る価格で証券が売買される。これが、価格形成の機能である。

以上のような証券市場の機能があるが、ここからは実際に現在の証券市場が

このような機能をうまく活かしているかを考察する。

まずは、証券発行市場における機能から分析するが、これは既に証券市場の役割の部分で述べた通りであり、現在の証券市場が資金調達場として活発でないことが明らかにされた。

- 5 証券流通市場においては証券の流動化機能が働いていることを述べたが、もし、証券流通市場でこの機能が働いているならば、証券売買は活発化していることになる。



- 図 1-6 は、証券流通市場でも特に株式市場に着目し、その取引金額をグラフ化したものである。ドルベースでの比較のため為替変動の影響が見込まれるものの、この図から明らかなことは、米国や中国の市場取引金額は年々増加しているのに対して、日英はほぼ横ばいである点が挙げられる。日本の株式市場取引金額がほぼ変わらずにきていることから、証券売買が活発に行われているとはいえない。つまり、証券流通市場の持つ機能が十分に発揮されていない。

- 次に、証券価格形成の機能について確認する。近年、日銀による大胆な金融緩和により株価の下支えが行われていることが指摘されている。日銀は年間 6 兆円規模で指数連動型上場投資信託(ETF)を買い入れ、さらに不動産投資信託(J-REIT)も買い入れている。日銀の政策目標である物価上昇率 2% 達成の為に市中にマネーを供給することを目的として行われているが、近年では日銀による間接的な株式保有が株価を下支えしている一方で、公正な価格形成を歪めて

いるのではないかという懸念も広がっている。この日銀による歪んだ株価(官製相場)は、市場において本来機能する証券価格形成を無視しているのではないだろうか。この点については、第4章の証券市場活性化の方策を述べる中で GPIF の運用と共に再び指摘する。

- 5 証券市場が本来有する役割と機能を明確にし、明らかになった役割と機能が実際の市場で十分に発揮されているのかを考察した結果、総じて、現在の証券市場には工夫する余地があることを指摘する。現在の証券市場は、資金余剰主体である個人・家計部門から資産運用の場として選択されることが少なく、さらに本来資金不足主体であるはずの企業からも資金調達の場として利用されることも年々減ってきている。また、公正な価格形成が行われるはずの流通市場において、日銀による金融政策により歪んだ証券価格形成が行われており、証券市場における日本銀行のあり方について見直す必要があるように思われる。

15 3. 小結

- 以上の分析から証券市場の活性化とはどのような状態で、現在の証券市場が活性化できているのかどうかを分析し、考察してきた。まず、証券市場の活性化の定義であるが、これについて一義的な捉え方は難しい。ただし、本稿では証券市場が活性化している目安として、質的分析で示したように、証券市場が本来有する役割や機能を用いる。証券市場において、本来有する役割や機能を達成できているのであれば活性化していると判断する。この判断基準によれば、現在の証券市場は十分にその役割や機能を果たせておらず、いまだ市場に対して工夫する余地が残されている。

- 今後、国内証券市場が活性化していくための方策を考察する際、今回明らかになった証券市場の役割と機能が十分に発揮できるのかを念頭に置いて論じていく。次章ではより証券・証券市場の機能と役割を深く掘り下げ理解を深め、より論理的な整合性を保ちつつ、目指すべき証券市場の姿を見出していく。

第2章 証券・証券市場の機能と役割

前章後半で証券市場の役割と機能について述べたが、これよりもより詳しく本質的に証券・証券市場とは何かを明らかにしていく。また、近年の証券市場
5 動向についても加えて述べることで、より現実的な証券市場の機能と役割を指摘する。

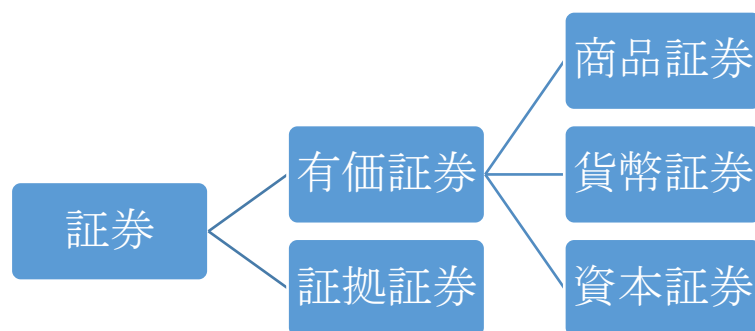
1 証券の機能と役割

証券市場は金融市場の一部であるが、取引客体の中心が資金よりも証券に移
10 るため「金融」市場というよりも「証券」の市場とみられる。資本転換を促進させるためにはこの「証券」をできるだけ流通しやすくする必要がある。なぜ、証券を流通させなくてはならないのか。それを説明する前にまず証券の機能や特徴について再度本質を捉えた上で述べる。

1.1 証券の定義

まず初めに、証券とは何なのか。「証券」は法律上、「有価証券」と「証拠証券」に区分される。前者は財産的価値のある私権を表章する証券であって、その権利の移転・行使が証券によってなされるものであり、後者は財産法上意味のある事実が記載されており、証明として役立つものである。

20 「有価証券」には広義と狭義の概念があり、広義の概念においては、「有価証券」を三つに分類できる。船荷証券や倉庫証券等の「商品証券」、手形や小切手等の「貨幣証券」、株式や債券等の「資本証券」である。他方で、狭義の概念では、これらのうち「資本証券」を証券市場で取引対象になる「有価証券」として捉えている。証券市場において取引される有価証券とは“流通する証券”の
25 ことであり、これらは譲渡性を持つからこそ、市場で不特定多数のプレイヤーに売買される。近年では、証券化技法によって譲渡性が付与された「証券化商品」が流通しており、このような状況から、「有価証券」の範囲は固定されたものではなく、むしろ今なお拡大しているといえるだろう。



そして証券にはいくつかの機能がある。その中でも特に大事なものは、不特定多数の投資家から資金を調達することでより多額の資金を調達可能になり、さらに信用リスクを分散できること、規模の大きな長期の資金を形成できることである。この機能について、より深く掘り下げてみる。

通常、企業が資金を調達する方法は二つある。株式や債券などを発行し、証券市場を通じて不特定多数の投資家から資金を調達する直接金融と、銀行などの金融機関から融資を受ける間接金融である。間接金融は金融機関が資金調達者の信用リスクを負うため貸し付けの際に審査が厳しくなり、新興企業にとっては資金調達がしにくくなる。そのため、不特定多数の投資家が信用リスクを分担する直接金融は、間接金融と共に相互補完する機能を持っているといえる。

たとえば、何か新しい事業を始めようとする場合の資金調達の方法として、個人なら貯金を元手に、複数人の場合お互いに資金を出し合い、合資・合名会社などの無限責任制で事業を始めようとする。この無限責任制による企業経営だと万が一事業が破たんした場合、個人がすべての責任を負うことになり負債の返済義務が生じ、全財産を投げ売ってでも支払いをしなければならない。無限責任制による事業展開は資本金の制度が無く、出資は信用・労務や現物出資が認められている、トータルの設立費用を少なく抑えることができるなどの利点はあるが、規模が大きくなるにつれて事業破たん時の負債の返済面などで個人では対応が困難であるというデメリットがある。

そのため、長期に使用できる巨額の資金を集めるための新しい方法として、「株式会社制度」が誕生した。この制度ではもし事業が破たんしても資金の提供者は出資額を超える債務を負担する必要がなく、提供した資金を回収する必要が生じた場合は株式を市場で売却することで現金化が可能になる。企業側も

集めた資金に返済期限がないため、事業が続く限り利用可能である(自己資本)。

株式の発行とは別に債券の発行による資金調達の方法もある。債券は転売可能な有価証券であり、株式同様長期資金の調達のために発行されるが、株式と違うところは元本を満期に出資者に返さなくてはならず、また、発行時の条件に基づき決まった利息を払わなくてはならない。ゆえに、債券は今後の見通しが不十分な新興企業などの資金調達には不向きである。

したがって、株式や債券といった証券の発行は、一個人や一金融機関では引き受けることが困難な大きな信用リスクを不特定多数の資金提供者に分散し、市場での換金性も付与することで、本来は短期にしかならない資金を長期資金に変換する機能を持っていると言える。

以上が証券の主な機能であり、これら証券を流通させるために生まれたのが「有価証券法制」と「証券取引所」である。「有価証券法制」とは、債務者側の二重払いを防ぎ、証券取得者の権利を保護し安全に取引するための制度である。

「証券取引所」は、短期の資本を長期の資本に転換するためにいつでも換金できる、つまり転売先を容易に探索できるようにするための制度である。どちらも近年流動的であり、その背景として、株券や手形などの権利の行使が「紙券」から「電子記録」に置き換えられつつあることや、売買主体の中心が個人から機関投資家に、IT革命により人から電腦空間(サイバースペース)へ集中できるようになったことなどがある。

1.2 擬制資本としての証券

証券市場では証券が流通すると資金需給は配当などの収益に対する元本額の変動として現れ、価格の変動に伴い投機が生まれる。証券価格は配当や利子などの定期的所得を利子率(にリスクプレミアムを加えたもの)で資本還元した額で落ち着くといわれている。定期的所得を資本還元して値段が決まる資産は「擬制資本」と呼ばれてきた。

例えば、株式証券は資本主義経済の発展に伴い、個別資本にとって必要な充用資本が大きくなるにつれて調達必要額が大きくなったために広く資金を吸収する手段として登場した本源的資本である。しかし、本源的証券の中でも、株式証券などは、あくまでも利潤の一部を配当として請求することができる貨幣

請求権であり、元本返済の請求ができるわけではない。そのため、第3者に譲渡することで資金を回収できるようにする流通市場がなくてはならない。株式証券は単に権利証券であるため価値をもたず、流通市場でその権利証券の価値が決定されるのである。このときに資本還元された価格が株式証券という擬制資本の大きさとして、疑似的な価値を持つ。

実際には、株式証券の価格（株価）は市場の需給関係によって変動する。本来株式は価値を持たず、価格は市場の需給関係によって変動するため、現実資本の価値生産と全く無関係に変動しているように見えるが、株価は資本還元によりその理論値が算出される以上、擬制資本の大きさは配当という利潤の一部に制約されるため、理論上は、実際の価値生産に制約されているといえる。つまり、株価の基礎となる配当は利潤を源泉とし、その限りでは価値生産との関連を持つ一方で、発行後の株式証券の流通局面においては、株式は擬制資本として価値生産とは無関係に流通、価格変動するのである。

また、債券は、発行主体が最終的な資金の出し手から借入れをする際に発行される本源的証券である。発行主体に貸し付けられた資金は、事業会社の場合、資本として機能し、剰余価値を生産する機能価値へ転換され、満期になると利子を伴って債券購入者へと変換される。債券は長期性資金の貸借に係する債務証書であるため、購入者は長期間にわたって現金化できないという流動性リスクを負う。そこで株式と同様に流動性リスクを避けるため、第3者との間で債券を売買するための流通市場がある。流通市場で需給関係によって決まる債券の利回りは、株価と同様に価値生産とは無関係に決まる擬制的なものである。本源的証券の発行者と購入者との間の貸借関係の結果として発行される債券は、流通市場によってその擬制性が現象化する。

株式も債券も本源的証券としては資金調達手段として発行される。発行の面からみると、証券は利子生み証券と擬制資本としての証券に分けられる。

長期性の多額な資金調達の手段として発行された資本証券は、単なる権利証券として生まれ、その後流通市場で流通していく。長期的な証券であるがゆえに、また出資証券であるがゆえに、これらの証券は第3者に譲渡される。流通市場では、証券は実際の価値生産とは無関係に流通していき、幻想的な「資本を表す所有権証券とみなされて」流通する。ここに一つのリスクがあり、それ

ゆえに流通市場が整備される必要がある。もし流通市場が整備されなければ、証券の流動性が確保されず証券の換金性は低下し、新規の証券の発行は難しくなる。そのため、証券がその機能を発揮するには流通市場が必要不可欠である。

5 2 証券市場の機能と役割

前節で述べた証券流通市場も含めて、本節では改めてより深く証券市場を紐解いていく。

証券市場の機能と役割を考察していく前に、そもそも証券市場とは何なのか定義付けしておく。証券市場で取引対象となるのは主に「資本証券」である。

- 10 その具体的中身は、株式や債券である。そのため、証券市場は株式市場と債券市場に分類され、さらにそこから発行市場と流通市場に分類される。証券市場の役割・機能として一般的に資金不足主体、つまり株式発行会社等への資金余剰主体である株主からの資金供給を仲介する市場であるとされている。すなわち直接金融を指す。しかしながらここで生まれる疑問として、企業にとっての
- 15 証券市場の役割が資金仲介であるなら証券によって資金不足を補うメリットはどこにあるのか。また、これを証券市場において行う必要はどこにあるのか。さらに言えば仮に間接金融のみで資金需要を補えるのであれば情報公開や管理にかかるコストなど様々なリスクを負う必要はないのではないかと。単に間接金融で行う資金調達を補うだけであるならば、証券市場の役割としては相対的に
- 20 小さくなってしまう。

- 調達した資金が同じものであっても直接金融を通じて得た資金と間接金融によるそれでは企業にとって性質が全く異なる。間接金融によって得た資本はあくまで他人資本であって返済義務を負う債務であるのに対し、直接金融の株式に限れば自己資本であり株主にとっては証明証書であっても企業にとって返済
- 25 義務はないのである。ここに企業が証券市場を通じて資金調達を行うメリットがあるのだと考える。また、証券の起源にまで戻って証券市場の機能と役割について考察すると証券を通じて不特定多数から小口の資金を集め、規模の大きな長期の資金を形成出来るというメリットもある。さらに、IPO においては中小企業も参加できるため、間接金融では充分に得られなかった場合にも資金を
- 30 得るために証券は有用であると言える。この IPO 数が増えることはすなわち資

金需要が増加し、新規かつ成長する企業が増加していることとも取れるので経済活性の一つの指標とも考えられるのではないだろうか。ここで言えることは、IPOに限らず証券市場から発信される情報は経済指標とされることが多いということである。

- 5 ここまでで証券市場が存在する意義があり、証券市場を用いるメリットもありそれに伴う需要もあるとわかった。しかしこれは証券の発行段階に限定される。では流通市場の段階ではどうか。そもそも株式は単体では現金化することが出来ないため流通市場を通じて善意の第三者に転売することで現金化することになる。また、債券の場合は回収期間が基本的に長期であるため債券を流動
- 10 化する売買市場が必要である。つまり、証券が発行市場で生まれれば、流通市場が同時に、あるいは後追的に必要となるのである。

- あくまで、直接金融は市場取引であり間接金融のような相対取引とは異なる。流通市場では需要と供給の関係から証券価格が形成される。したがって、証券価格は一般的に公正価格（需給関係によって形成される自由価格）であるとさ
- 15 れてきた。

- しかしながら、近年においては日銀や政府（GPIF；年金積立金管理運用独立行政法人）による証券投資が株価の下支えになっており、果たしてこれが公正価格として良いかというような議論に発展している。さらに、公正価格が経済活性の指標とされることがあるが、公正価格が本来の能力を超えた証券価格に
- 20 膨れ上がった状態、いわゆるバブルといった状況である時に証券市場は活性化していると言えるかという疑問も生まれる。

- このように証券市場の役割と機能は、発行市場における企業の多様な資金需要によって発行された証券が現金化という必要性に駆られて流通市場で売買されることによって達成される。

25

2.1 市場型間接金融について

- これまで証券・証券市場の役割と機能について述べてきたが、これらは直接金融におけるものであることは既に明らかである。しかしながら近年においては直接金融の利点を組み込んだ間接金融の金融商品が出てきているのでそれら
- 30 についても考察しておく。一般的に、このような直接金融の利点が組み込まれ

た間接金融の商品は市場型間接金融商品と呼ばれている。市場型間接金融商品の典型例として証券化商品が挙げられる。

2.2 証券化とは

- 5 まず証券化は資金調達やリスク移転に用いられる。間接金融において資金調達を行う際に融資などを受けるために所有している全資産を担保にして融資金の返済が不可能になった場合全資産が返済の引き当てとなる。一方、証券化の場合は返済できなくなったとしても対象となるのは証券化された商品のみである。このように証券化された資産に対して所有者は有限責任をもつのである。
- 10 これらの取引は仲介業者を通じて行われるため、一般的な解釈から言えば間接金融に属するが証券化された商品が市場に流通し取引されるため直接金融の利点も持ち合わせている。

2.3 証券化のメリット・デメリット

- 15 証券化は株式や債券に比べて比較的新たな動きである。では、本来の証券市場の機能と役割を果たしていく、またさらに活性化させるにあたって証券化がどのように関わっていくかを考察していく。そのためにまず証券化のメリットとデメリットを明らかにする。

- 20 オリジネーターが証券化を行う際のメリットとしてまず、資産のリスクを移転できるということが挙げられる。資産を証券化という形で他者に移転することで、その資産を保有するリスクから離れることができる。また、リスクを軽減する効果もある。不動産のような固定資産を保有する場合、その資産が生むキャッシュフローには不確実性が伴う。よって、資産保有者にはリスクが発生する。しかしながら、この資産を証券化によって複数の証券に分ければリスク
- 25 分散効果によってこの資産を固定資産として保有するよりもリスクを軽減することが可能である。

デメリットとしては、通常の間接金融における当事者に比べて証券といった市場型間接金融は当事者が多数存在するため、手続き等のコストがかかる。また、手続きが多く煩雑であるということが挙げられる。

第 3 章 なぜ証券市場を活性化しなければならないのか

本章では、第 1 章の証券市場分析、第 2 章の証券市場の役割・機能を踏まえた上で、なぜ国内証券市場を活性化する必要があるのかについて考察する。特に、前章で明らかになった本来証券市場が有する役割・機能面からその理由について論じ、証券市場を活性化する意義について明らかにしたい。

1 市場活性化の意義<投資家側からの視点>

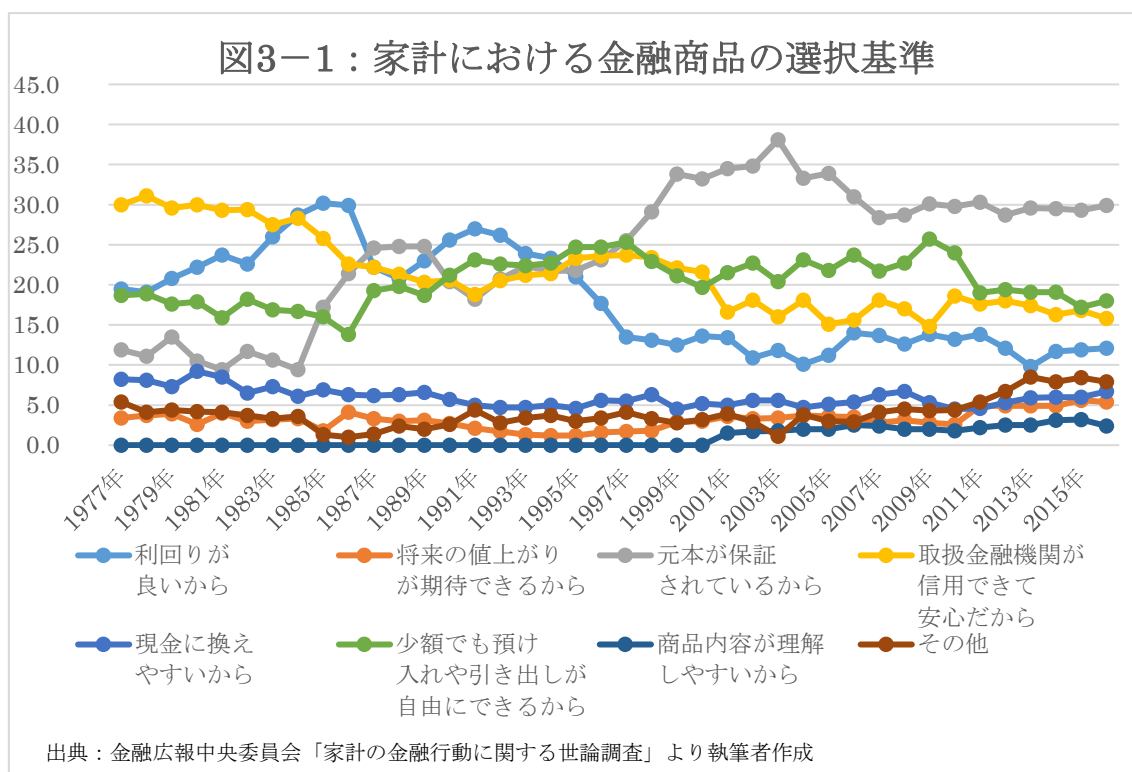
投資家側からの市場活性化の意義について、まず一つ目に投資の多様化が挙げられる。前章で明らかなように、証券市場の機能の一つに公正な価格形成の下で不特定多数の市場参加者による売買が可能である点を指摘した(証券価格形成)。これにより、投資家側にとっては多種多様な資産運用が可能になる。近年では、NISA(少額投資非課税制度)や 401k(確定拠出型年金)の導入によって、証券投資がより我々にとって身近なものになり、このような証券市場の機能が効果的に働くかどうかによって、将来における我々の資産形成に大きな影響を与えるようになった。これに加えて、ネット取引の拡大も進んでいる。このような証券投資の多様化が進む中で、証券市場を活性化させることは投資家側にとってかなり意義のあるものではないだろうか。

他に考えられる意義として、リスクヘッジの高まりが考えられる。資産運用を行う投資家は常に様々なリスクを負っている。このようなリスクに対して回避できるような機能を証券市場は持ち合わせている。一つ目のリスクとして挙げられるのが、流動性リスクである。投資家は保有している証券に対して常にこのリスクを負っている。もし、証券流通市場が存在しなければ、社債や国債は償還期間が長く、株式は出資証券であるため、いざ現金が必要な際に容易に換金できなくなってしまう(流動性リスク)。こうしたリスクを回避するために流通市場が存在している。つまり、投資家にとって流動性リスクを回避する意義が流通市場には含まれている。

次に挙げられるリスクとしては、価格変動リスクがある。このリスクは、日々取引される証券価格が世界情勢や経済環境、社会状況等によって変動するリスクを指す。投資家はこの価格変動リスクに対し、取り扱う証券の質、量とも豊

富で厚みのある市場ですばやく売買できることによってリスクヘッジできる。

また、近年の経済政策によって、投資家側からのリスクヘッジの高まりが指摘できる。日本は戦後から高度成長期にかけて年金制度が確立され、老齢期における資産形成への関心が希薄し、家計金融資産の構成比において現金・預金の割合が大きくなった¹。これを受けて 2000 年代以降、政府を中心に「貯蓄から投資へ」というスローガンの下、リスクテイクによる資産形成が促されてきた。次いで、2012 年末以降における第二次安倍政権誕生後のアベノミクスや黒田日銀総裁主導の異次元の金融緩和により日本経済の金利はゼロ%で推移していることも、リスクフリー資産から有価証券へと保有形態が移る要因として期待されている。しかしながら、投資家にとって証券投資におけるリスクテイクは避けられず、いかにこのリスクを抑えるかが重要である。つまり、機関投資家に比べて個人投資家には、一定の安全性が付与される投資こそが選択基準となる。



15 図 3-1 は、家計における金融資産形成において何を基準にしているかを示

¹ あくまで一解釈であり、これによって現預金割合が大きいことを全て説明できるわけではない。

したグラフである。この図から明らかなように、「元本が保証されているから」「取扱金融機関が信用できて安心だから」が上位にきており、安全性が重要視されている。加えて、「少額でも預け入れや引き出しが自由にできるから」「現金に換えやすいから」も選択基準として挙げられており、流動性も重視されていることがわかる。一方、「利回りが良いから」「将来の値上がりが期待できるから」などの収益性に関してはそれほど重要な選択基準には挙がっていない。つまり、家計においては安全性や流動性が付与された金融商品を選好する状況にある。

この一定の安全性を証券投資において達成するためには、証券市場の厚さが必要である。これは、証券市場において流通する証券を豊富にそろえ、不特定多数の参加者による売買が可能であることを指す。このような市場環境を整備することこそが、投資家側にとっての証券市場活性化の意義である。

以上より、証券市場の活性化の意義について、投資家側の視点に限って論じた。ここで挙げた意義としては、主に二つある。まず一つ目が、投資の多様化における市場活性化の必要性である。これは、資金余剰主体(投資家)である我々にとって証券投資が身近なものになり、将来における資産形成の一手段として用いるために市場がより活発である必要があるという意義を指す。二つ目の意義は、リスクヘッジへの高まりによる市場活性化の必要性である。投資家は常に流動性リスク・価格変動リスク等を負っており、このリスクヘッジを実行できる場が証券流通市場である。加えて、証券投資が資産形成における選択肢に成りうるためには、家計において重視される安全性や流動性に対するリスクヘッジ機能を高める必要がある。このような必要性も、投資家側からの市場活性化の意義である。

25 2 市場活性化の意義<企業側からの視点>

国内証券市場の活性化の意義について、資金不足主体である企業側の視点では資金調達をまず指摘しておくべきであろう。この点については前章でも指摘した通り企業が株式を発行し資金調達を行う最大のメリットは、銀行貸出に比べて、より有利に幅広い資金余剰主体(投資家)から外部調達が可能になる点である。その際、証券発行が選択される条件として挙げられるのが、証券市場の

活性化である。豊富な種類の証券や、それを売買するプレイヤー(投資家)が多く存在することで、企業側にとって、より資金調達しやすい環境を整備することになる。これらは証券上場のメリットとしても捉えることができる。第2章で明らかになったように公正な価格で売買されること(証券価格形成)は、証券発行の際に、銀行融資に比べて企業有利な状況で外部調達することが可能になる。しかし、近年では日銀によるETF購入等によって株式市場において官製相場が形成されており、果たしてこれが真の公正な価格であるかと言えば、疑問が残る。

また、証券上場のメリットとしては、企業の社会的信頼性を高める点が挙げられる。例えば、企業が東京証券取引所にある各市場に上場する場合には、株主数や流通株式についてなど様々な審査基準が設けられており、この基準は上場以降も維持する必要がある。以下の表は、東京証券取引所に設置されている各市場に上場する際の審査基準である。企業の成長段階に応じて多種多様な市場が用意されており、企業が幅広く資金調達を行えるようになっている。加えて、公開会社として株主等に広く情報公開することが求められている。このような企業の経営成績や財務状態が公開されることは企業への信頼性向上にリンクすると考えられる。

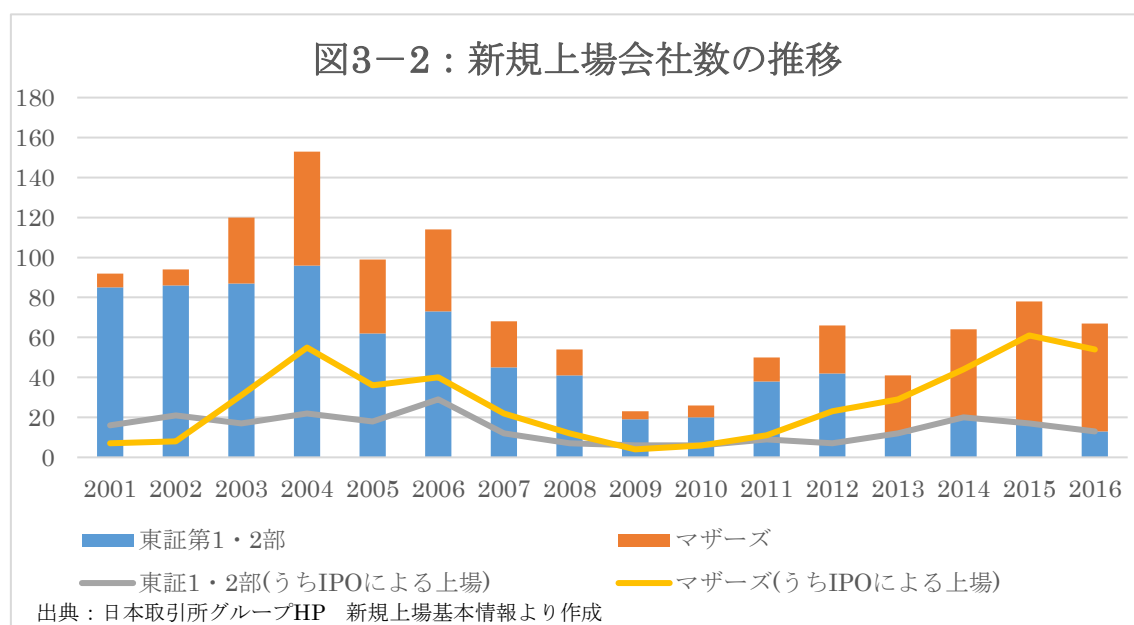
項目	市場 第一部	市場 第二部	マザーズ	JASDAQ		TPM
				スタンダード	グロース	
株主数	2,200人以上	800人以上	200人以上	200人以上		
流通株式数	20,000単位 以上	4,000単位 以上	2,000単位 以上			
流通株式 時価総額	10億円以上	10億円以上	5億円以上	5億円以上		
流通株式比率	35%以上	30%以上	25%以上			
時価総額	250億円以上	20億円以上	10億円以上			
事業継続年数	3年以上		1年以上			
純資産額	10億円以上			2億円以上	正	

※日本取引所グループHP「新規上場基本情報」より執筆者作成

次に挙げられる市場活性化の意義として、新興企業に対する後押しが考えられる。

大和総研のレポート²によると、ベンチャー企業の資金調達手法は成長段階に応じて様々なルートがあると指摘している。成長段階は5つに分けられ、第1段階が創業、第2段階が事業化、第3段階が成長初期、第4段階が後期、第5段階が株式公開(IPO)である。創業段階では自己資金やエンジェル投資(創業段階の企業への個人投資)、国等の補助金による資金調達。事業化段階ではこれらに加えてベンチャーキャピタルや事業会社による投資、政府系金融機関による制度金融、信用保証協会による信用保証、リースなど。成長初期段階では、自己資金やエンジェル投資に代わって銀行融資が新たに用いられる。その後の後期や株式公開(IPO)の段階では、制度金融や信用保証が用いられることが少なくなる。

つまり、ベンチャー企業にとって株式公開(IPO)こそが最後にして最大の資金調達手段と考えられる。また、当レポートでは日本での上場を希望する国内



15 ベンチャー企業が約9割にまで上っていると指摘している。

図3-2は、近年の新規上場会社数の推移を表したものである。縦棒にはIPOによる上場のほかに経路上場³も含まれている。折れ線グラフでは新規上場のみ

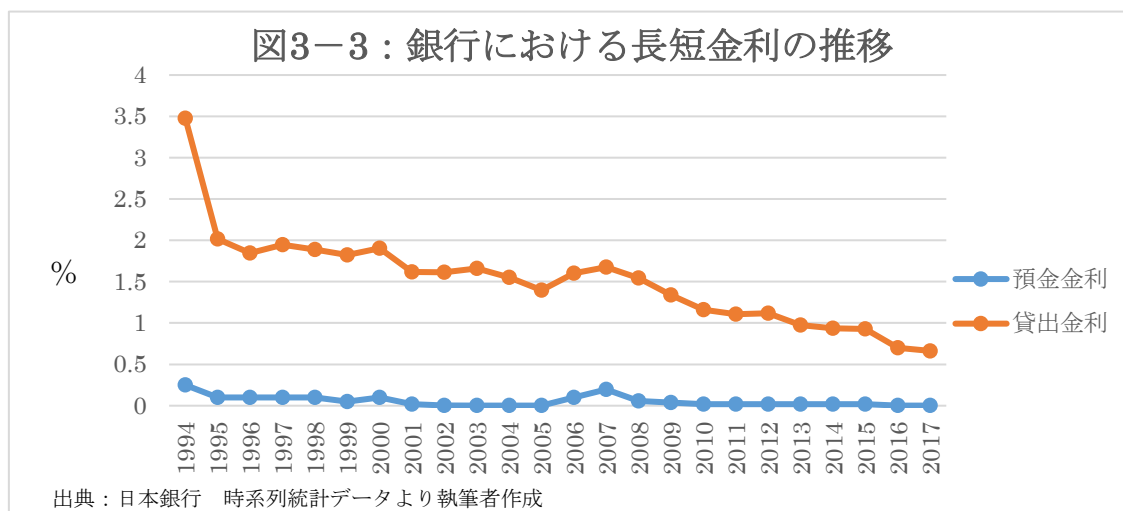
² 奥谷貴彦（2012）『ベンチャー企業の資金調達』大和総研資本市場調査部 2・10頁

³ 他の取引所に既に上場している会社が、東証に上場すること

を示している。近年の上場会社数は、2009年リーマンショックを底に回復してきてはいるが2000年代前半と比較すると減少傾向にあると言える。市場別の比較では、東証1・2部への新規上場は長期低迷状態にある一方、マザーズへの上場は堅調である。企業が成長し、これまでよりも多額の資金を調達する手段としてマザーズへの上場が選択されていることも、このグラフから読み取ることができる。

ベンチャー企業の資金調達において株式公開(IPO)が用いられる前段階で、銀行融資が考えられるが、実際にはバブル崩壊後の不良債権問題によって、銀行貸出は新たな事業投資の受け皿になりにくくなっている。また、2018年以降はバーゼルⅢの適用によって、市中銀行の自己資本比率が従来の8.0%から10.5%にまで引き上げられ、より収益が見込める事業投資に対してのみ融資を行うことが見込まれる。つまり、ベンチャー企業など銀行からの信用がそこまで高くなく、確かな収益性を見積もることが出来ないような企業については、資金需要の受け皿としての銀行貸出が難しい状況が生じている。そこで、証券発行による新興企業に対する後押しが必要である。証券市場がより活発になり、多様な資金需要に対する受け皿の場を提供することで、ベンチャー企業等を支え、より企業として発展し成長を促すという意義が市場活性化にあるのではないかな。

このように新興企業に対する資金需要の受け皿として銀行が成り得ない原因として、日本銀行による金融緩和政策が影響していると考えられる。近年、日銀による量的緩和政策によって日本経済の長短市場金利の差が縮小し、本来利ザヤによって収益を確保している市中銀行は厳しい状況に置かれている。下図は、実際の銀行における預金金利と貸出金利の推移を示したものである。指摘した通り、2000年代以降のゼロ金利政策や量的金融緩和、黒田日銀総裁下での異次元の金融緩和により、銀行が収益の柱とする利ザヤ(貸出金利と預金金利の差)が縮小傾向にあることが読み取れる。



このような結果として、間接金融が持つ資金供給能力が低下し、銀行貸出が伸び悩んでいる。おそらく、日銀の目論見としては市中銀行にベースマネーを流せば、マネースtockも自ずと増加するだろうという考えであろうが、それは企業の資金需要が旺盛な場合にそうみえるだけであって、本来は市中銀行の貸出によってマネースtockは増加する。本稿で明らかにしたいことと少し離れた議論にはなってしまうが、日本経済が低成長時代を迎えている今日では、銀行の貸出態度に変化を期待するよりも、企業の投資環境に変革をもたらすような政策が求められているようにも思える。

- 5
- 10 既に証券上場を果たした企業側にも、市場活性化の意義が見出せる。今日の日本経済は低成長時代を迎えていると共に、グローバル化の進展を背景に、事業再編による効率的な経営や最適な規模での事業展開を図っている。この一連の流れには M&A を成功させるために株式取得を目指す動きも含まれており、株式市場が密接に関係していると言える。一般的に、M&A は企業にとって証券
- 15 上場の際のデメリットとして取り上げられる。株主総会における総議決権の過半数を取得されてしまえば取締役の選任が可能になり、会社支配権を獲得されてしまうからだ。しかし、これを裏返して捉えると M&A が活発に行われることで業界内の事業再編が円滑に進む利点もある。

- M&A の実行において市場内買付による株式取得を目指す場合、市場に流通する株式が豊富に存在している必要がある。市場活性化によって、より活発に株式市場が動き出せば M&A 等の動きも柔軟さと迅速さを持って実行できるのではないだろうか。つまり、証券市場活性化によって M&A がよりスピーディ
- 20

一に実行され、事業再編を通して、より効率的な企業経営や組織改編が行われると推測できる。

また、近年では M&A の手法の一つとして公開買付(TOB)が行われている。公開買付(TOB)は、取引所内に設置された市場ではなく、取引所市場外で株式

- 5 取得の意思と条件を公表して株式を買い集める手法である。この手法の場合、取引される株式買取価格を被買収企業の株主に提示するため、公正な価格形成下での売買ではない。加えて、被買収企業の既存株主全員に公平に売却機会が与えられている訳ではない。このような公開買付(TOB)に偏ることが無いよう、市場内買付によって一定の株式取得が可能であるべきである。市場活性化によって質・量ともに豊富な株式流通市場を形成し、M&A の一手法として市場内買付が選択されるように実行可能性を高めるべきである。
- 10

- 以上より、資金調達主体である企業側からみた証券市場の意義を明らかにした。証券市場は企業にとって資金調達の場を提供する意義を持つというオーソドックスな捉え方の他に、新興企業の成長を後押しする場、M&A を柔軟さと迅速さを持って実行する場という捉え方を示した。これらは、証券市場がより活
- 15 発であればあるほど、より実効性のあるものになるだろう。

3 小結

- 本章では、国内証券市場がなぜ活性化しなければならないのか、その理由を
- 20 市場活性化の意義として論じた。投資家側の視点では、投資の多様化やリスクヘッジの必要性を理由に市場活性化の意義を見出した。一方で企業側の視点では、従来からの理由の一つである資金調達の場を提供するとともに、新興企業における資金需要の受け皿として、事業再編や組織再編へとつながる M&A を柔軟さと迅速さを持って実行可能にする場を形成するために市場活性化が必要
- 25 不可欠であることを指摘した。

- これらの市場活性化の意義において共通して求められる証券市場とは、「幅を利かせた厚みのある証券市場」である。ここで述べている“幅”とは、不特定多数の市場参加者が存在するという意味である。また、“厚み”とは、市場で扱われる証券が質的に多種多様で、量的にも豊富な状況において流通している
- 30 という意味である。数量的な概念にとらわれず、証券市場の持つ本来の役割や

機能面から次章は市場活性化への方策を考察していく。

第4章 国内証券市場活性化のための方策

5

前章では、なぜ国内証券市場を活性化しなければならないのかについてその意義を明らかにした。本章では、この指摘された意義を踏まえた上で、我々が考える目指すべき国内証券市場の姿をどう実現していくのか考察する。本章で
10 提言が単なる思いつきに留まることなく、その実現可能性を考慮した上で論じていく。

1 国内証券市場活性化の方向性

第3章では市場活性化の意義を唱える中で、我々が考える目指すべき証券市場の姿が明らかになった。本稿での目指すべき証券市場の姿とは、「幅の利いた
15 厚みのある証券市場」である。ここで述べている“幅”とは、不特定多数の市場参加者の存在を指す。実際に取引所市場で証券売買を行う証券会社や銀行以外にも、これらを介して間接的に証券売買を行う投資家も市場参加者の範囲に含まれる。また“厚み”とは、市場で取り扱う証券が質的に多種多様で、量的にも豊富な証券が流通していることを指す(証券の多様化)。

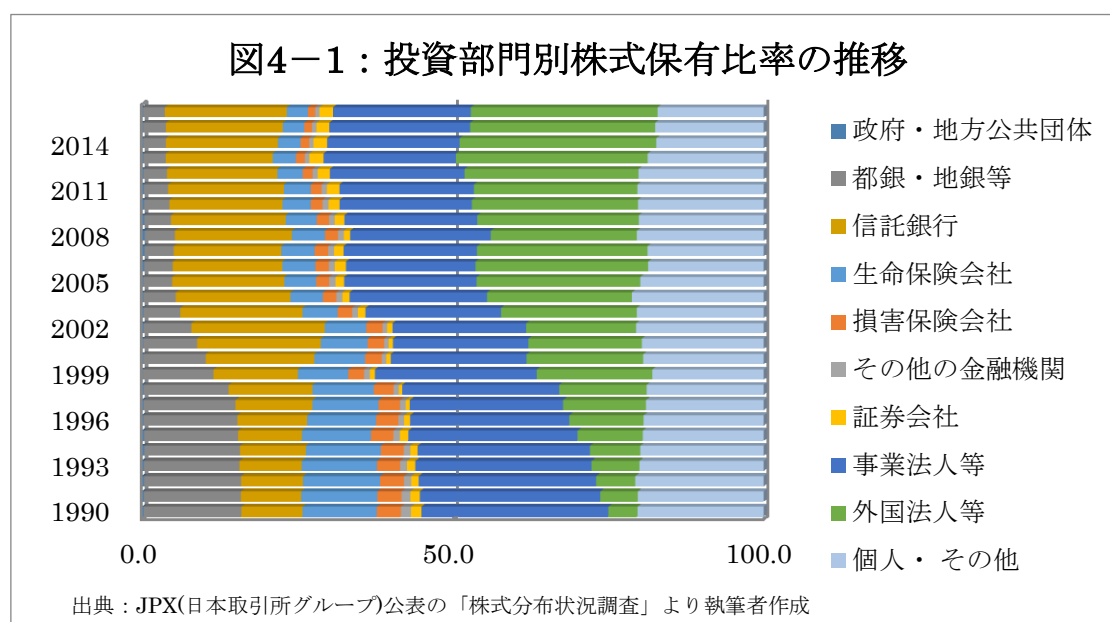
20 「幅の利いた厚みのある証券市場」が形成されることによって、証券市場が本来有する役割や機能を果たし、投資家側にとって資産運用の場として、加えて、企業側にとって資金調達
の場として有効利用されることを目的として、次節以降はその手段を論じていく。

25 2 幅の利いた証券市場形成① 個人投資家の意義

前章でも指摘した通り、証券市場において不特定多数のプレイヤーが証券売買を行うことは流動性リスクや価格変動リスクを抑える効果が期待できる。加えて、企業側にとっても証券需要者である投資家が多数存在することは、資金
30 調達を容易する。これらのメリットを享受する前提としては、再三述べているように、不特定多数の市場参加者の存在が不可欠である。次に、今日における

証券市場に参加する投資家の状況を把握する。

- 2016 年度の株式分布状況調査⁴によると、株式の所有者割合(株主数ベース)の約 97%が「個人・その他」であり、一見すると個人投資家が多数存在しているように読み取れる。しかし、多くの個人投資家は機関投資家に比べて少額投資のため、必ずしも本章で述べている“幅の利いた証券市場”とは合致しない。
- 次に、金額ベースでの株式保有者割合を確認する。



- 株式の保有金額ベースで保有者割合を示したものが、図 4-1 である。上図で明らかのように、今日の株式市場において「個人・その他」の割合はほぼ一定である。一方、「信託銀行」や「外国法人等」による保有が年々増加し、近年言われているような株式市場における法人化・機関化が進んでいることが読み取れる。加えて留意すべきことは、この信託銀行の保有割合の増加は日銀の ETF 大量購入も影響している点である。このような株式市場における法人化・機関化は、市場に流通する証券を機関投資家が大量に抱え込んでしまうため、市場の流動性リスクを高めてしまう恐れもある。また経済的なショックによって大量保有する株式を売却した場合には、一瞬にして価格が暴落する恐れもある(価格変動リスク)。

株式市場における個人投資家の意義としては、こうした法人化・機関化によ

⁴ JPX 調査レポート「2016 年度株式分布状況調査」2017.8.10 公表

るリスクの高まりを抑制することが挙げられる。この他にも、個人投資家を、企業にとって長期にわたる株式保有をする株主として捉えることもできる。多くの投資ファンドがそうであるように、機関投資家の多くは短期によってキャピタルゲインを得ることを目的として株式を保有している。一方で、「企業を応援したい」「企業が販売する商品を長年愛用している」「株主優待を得たい」などの理由でその企業の株式を長年にわたって保有する個人投資家も少なからずいる。このような個人投資家の存在が、短期的には株式市場相場の安定、長期的には市場相場の底上げを下支えしていると評価できる。ここに、株式市場において個人投資家を呼び込む意義が見出せる。

10

3 幅の利いた証券市場形成② NISA(少額投資非課税制度)

個人投資家を株式市場においてより呼び込むために、近年導入された制度として NISA(少額投資非課税制度)がある。これは平成 26 年 1 月からスタートした、小額から投資を行う際の非課税制度である。投資信託の場合、「普通分配金」と売却時の「譲渡益」が非課税になる。これは、NISA 専用口座によるものであり、一般口座で発生したものは非課税対象とはならない。利用できるのは、日本居住の 20 歳以上。非課税投資枠は、新規投資額で毎年 120 万円が上限。非課税期間は最長 5 年間。投資が可能な期間は、平成 26 年から平成 35 年まで。通常であれば、配当金や譲渡益には約 20%課税される。対象となる金融商品は、株式投資信託・国内株・外国株・国内 ETF・海外 ETF・ETN(上場投資証券)・国内 REIT(J-REIT)・海外 REIT・新株予約権付き社債(ワラント債)。ただし、非上場株式・預貯金・債券・公社債投資信託などは非対象である。

20

個人資産を企業で活かすために導入された NISA は、平成 29 年 4 月で 4 年目を迎えた。日本の個人資産の大半が預貯金で構成されている中で、海外に劣るリスク資産比率の向上を狙ったものである。本節では、その NISA 口座における利用状況調査を分析し、その特徴を捉えた。

25

図4-2：NISA投資枠における期間別購入高

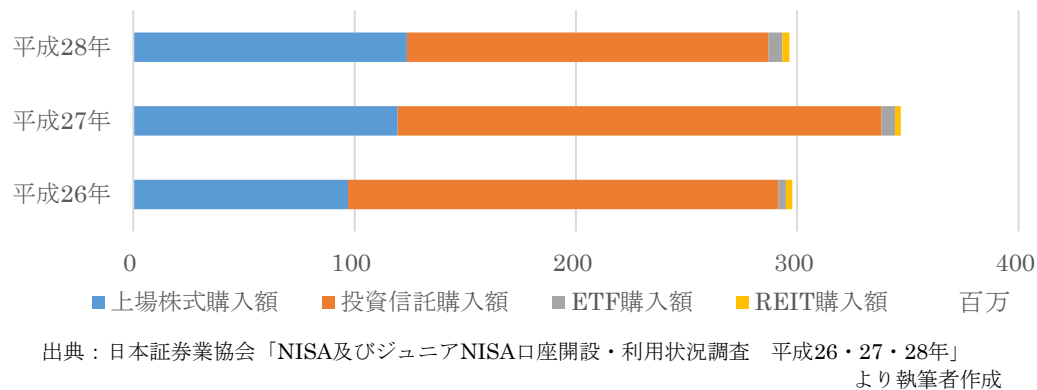
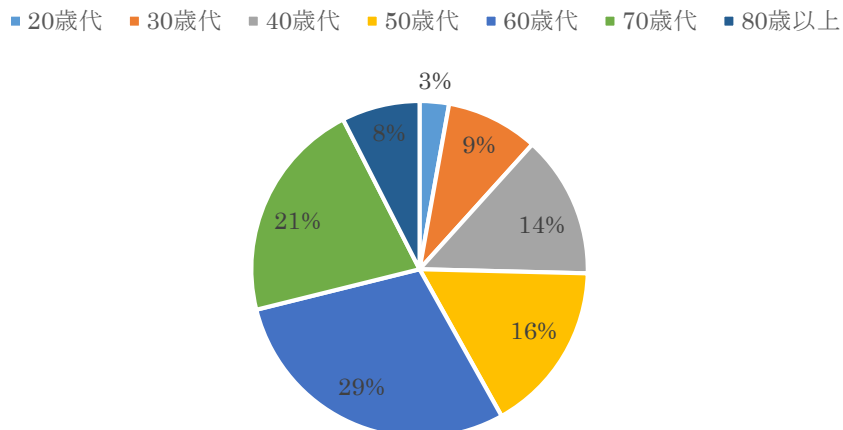


図 4-2 は、平成 26 年以降に導入された NISA による期間別証券購入高の推移である。まず購入総額をみると、導入 2 年目の平成 27 年には 3 億 5 千万円近く購入されているのに対し、翌年の平成 28 年には導入初年の平成 26 年と同水準になっている。わずか 3 年間のデータではあるが、購入総額は堅調な右肩上がりではないと指摘できる。次に、非課税投資枠内における購入商品に注目すると、大半が投資信託と上場株式の購入によることが読み取れる。特に投資信託が大半を占めていることで明らかになることは、個別株式では株価の上下が激しくリスクが大きいと、分散投資による安定的な利益を享受したいと考えている個人投資家が多いと推測できる点である。一般的に一つの株式に集中して投資をすることは、ポートフォリオを組んで分散投資をするよりもリスクが高いと考えられている。ここでも、個人の安全性重視の資産形成が見られる。

図4-3：平成28年 NISA口座 年齢別購入総額割合



出典：日本証券業協会「NISA及びジュニアNISA口座開設・利用状況調査」より執筆者作成

図 4-3 は、平成 28 年における NISA 口座による年齢別購入総額割合である。ここから、60 歳以上が全体のおよそ 6 割を占めていることが分かる。一方で、比較的若い世代の購入割合は低い。このような若年層による購入割合が低いことは、将来の資産形成の手段として NISA を利用した証券投資が選択されていないとも指摘できる。

NISA 投資枠内における金融商品の購入は見られた一方で、果たしてこれらの結果が“新たな投資”によるものであるのだろうか。NISA 制度導入以前から日本には潜在的に個人投資家が存在しており、そのような証券市場のプレイヤーが持つリスク資産の一部が、NISA 投資枠に収まっているという指摘もある。個人投資家の多くは日々市場の動きに合わせて証券売買を行っているが、一方で長期にわたり保有する証券もある。そのようなキャピタルゲインを目的とせずに保有されているリスク資産の一部を、これまでの個人投資家が NISA 投資枠内の資産として保有しているという見方も可能である。つまり、“新たな個人投資家”による“新たな投資”ではなく、“既存投資家”による“保有資産の持ち替え”が考えられる。

以上、平成 26 年に導入された「少額投資非課税制度(NISA)」について分析を行った。導入後から日が浅いこともあって、十分なデータを基に分析を行えたとは言えないが、NISA 投資枠内での証券購入額の推移が必ずしも堅調ではないこと、高齢者層が主な購入主体であることが明らかになった。また、既存投資家による保有資産の持ち替えも考えられる。個人資産における預貯金での保有形態からリスク資産への証券投資を促し、新たな個人投資家を呼び込む制度ではあったが、実際には、単なる非課税政策では証券投資が効果的に進むわけではないことが明らかになった。

25 4 幅の利いた証券市場形成③ 個人投資家にとっての中小型株・新興株

株式市場で売買される株式は、その時価総額等によって大型株・中型株・小型株に分類される。東証 1 部上場企業の株式の場合、時価総額と流動性(売買代金)から、大型株を TOPIX100、中型株を TOPIX Mid400、小型株を TOPIX Small に分類している。また、マザーズやジャスダックなど新興市場に上場する株式は新興株として知られている。一般的に、大型株を発行する企業は輸出関連企

業が多く海外要因に業績が左右されやすいため、株価の価格変動も大きい。一方で、中小型株や新興株は内需企業が多く、比較的価格変動リスクも小さい。

中小型株や新興株について、2017年6月28日付の日本経済新聞朝刊⁵には、「中小型株の売買が活況で、新興2市場の売買代金の合計が連日2千億円を超えている」ことが報じられている。この要因として、「海外要因に業績が左右されにくいゲームやIT(情報技術)など内需株に資金が集まっている」ことを挙げている。また、この背景には「大型株に比べて買い安心感が強く、米国や中国の景気や為替の動向が読みづらく、主力の大型株は手掛けにくいことが関連している」と記事は報じている。

10 前章で指摘した通り、家計の資産選択基準において重視される点は安全性と流動性である。預貯金などの無リスク資産ほどではなくとも、一定の安全性が付与されていなければ家計は将来の資産形成手段として証券投資を選択しないことは明らかである。中小型株や新興株の場合、大型株に比べかなりのリスクヘッジが期待できる。大型株は、海外要因に業績が大きく左右される上に機関投資家による保有も多く、投機的である。また、近年の日銀によるETF購入によって官製相場が作り上げられている。こうした状況では、大型株の価格変動リスクも高く、個人投資家としても手が出しにくい証券投資である。一方、中小型株や新興株は、国内価値生産(内需)に基づく事業展開を行う成長企業によって発行された株式である。

20 つまり、大型株に比べ中小型株や新興株は、個人が証券投資を行う上で求める一定の安全性をクリアしているのではないだろうか。ここに、個人投資家が中小型株や新興株を購入する利点がある。幅のある証券市場の形成に欠かせない個人投資家を呼び込む方策として、個人が中小型株や新興株を売買するシステム作りが必要である。

25 個人が将来の資産形成手段として中小型株や新興株に証券投資を選択する方策として、まずは新興企業の周知が必要である。普段我々が知り得る企業はBtoC企業が多く、新興市場に多く上場しているようなBtoB企業についてはなじみがない。証券投資を行う前段階として、新興企業(投資候補先)及び企業内

⁵ 日本経済新聞社発行 日本経済新聞朝刊 2017年6月28日付 21頁

容・業績（企業情報）を知ることができるような機会づくりが必要である。証券投資を行う候補先の業務や事業展開、財務状態を知ること、企業がどのようなビジネスプランを計画しているのかを個人投資家に把握してもらい、証券投資に役立ててもらえる機会を設けてはどうだろうか。

- 5 つまり、資金需要主体(新興企業)と資金供給主体(個人投資家)のマッチングである。また、新興企業の中にはゲームや IT 関連の事業を展開している会社も多く存在する。普段自分が享受する財やサービスを生産・販売する企業に、個人投資家として証券投資をすることも魅力の一つとして考えられる。従って、それまで企業にとっては消費者・ファンとして位置付けられていた個人が、証券投資を行うことによってその企業のオーナーになる。興味のある企業を知ることができる機会を設けることで、これらの魅力が伝わり、個人投資家による中小型株や新興株への証券投資につながることを期待できる。

- 個人投資家が証券投資によって企業のオーナーになった後、次の段階で重要なポイントは投資先企業が健全な経営を実行しているか否かである。一般的に、個人投資家は機関投資家に比べて情報収集に限りがあり、証券投資のプロではないため情報弱者ともいえる(情報の非対称性)。近年では、利害関係者を重視した経営を目指すコーポレート・ガバナンスが盛んに叫ばれているが、個人投資家が投資先企業を逐一監視することは難しい。このため、中小型株や新興株を発行する企業には、特にコーポレート・ガバナンスを遵守する必要がある。
- 15
- 20 コーポレート・ガバナンスが徹底されることによって、個人投資家の保護につながる。その他の利点として企業価値が向上し、ひいては個人投資家も保有株式からのインカムゲインやキャピタルゲインを得ることができる。

- 現状、コーポレート・ガバナンスの構築手段として、社外取締役や監査役の設置が平成 26 年の会社法改正によって求められている。東京証券取引所⁶によると、2017 年 7 月現在で東証 1 部上場企業の 88%以上が 2 名以上の独立社外取締役を選任している。大型株に分類される発行企業の多くが社外取締役による企業統治を実施しているが、中小型株・新興株発行企業においても同様の流れを作り、より強化する必要がある。
- 25

⁶ 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」 2017 年 7 月 26 日公表

コーポレートガバナンス・コードの各原則を遵守しているかどうかは、JPX(日本取引所グループ)ホームページの「コーポレート・ガバナンス情報サービス」において情報開示されている。社外取締役や監査役の設置有無、大株主の構成状況などを把握できるサービスである。このサービスはあくまで情報開示であり、これだけでコーポレート・ガバナンスが徹底されるわけではない。

5 実際にこのサービスによる情報を利用してみると、マザーズや JASDAQ に上場する企業の多くで社外役員(社外取締役・社外監査役)の全役員数に占める割合が小さいことが見て取れる(多くの上場企業が3分の1に満たない)。いまだ、企業統治が行われているとは言い難い現状である。やはり社外役員の構成割合

10 について高めていくような規制をする必要があるのではないか。コーポレート・ガバナンスを強化し、信頼性・透明性を確保することによって、投資家にとって証券投資し易い環境になるだろう。

個人投資家を増加させる手立てとして挙げられるのが、ネット取引の拡大である。個人投資家におけるインターネットを通じた株式取引は80%以上にまで

15 拡大しているが、その最大の利点はコストの低さにある。ネット取引の特徴について丸・駒井・松沢[2016]⁷によると、「ネット取引の特徴はコストが非常に低いことであり、店頭取引に比して20から30分の1以下である。ネット取引のコストが低いのは売買コストの低減に加えて情報コストがほとんど含まれないからである。」と論じている。加えて、「日本では、取引手数料が完全に自由

20 化されたときにもディスカウント・ハウスのような証券会社の設立の動きは非常に弱かった。手数料自由化後でも対面の店頭取引には投資家が好むと好まざるとに関係なく情報コストが含まれていたため、コストが急激に低減することはなかった。」と述べている。ネット取引の簡便さやネット上で得られる情報が質的にも量的にも投資情報として利用できるようになった点が、ネット取引

25 拡大の背景として考えられる。

つまり、株式発行企業についての情報獲得コストが逡減し、ネット取引が急速に普及しているのが今日の状況である。図4-3でも明らかなように、近年の

⁷丸淳子・駒井隼人・松澤孝紀(2016)「インターネットと投資家行動」『証券経済研究』第93号,65-68頁

個人投資家は高齢者層が多いのが現状である。しかし、生まれた時から既に情報機器に囲まれた生活を送っている若年層にこそ、証券投資の入り口としてネット取引を利用してもらうことが個人投資家を増加させる特効薬ともいうべきものではないだろうか。

- 5 以上、幅の利いた証券市場形成の方策として個人投資家による中小型株・新興株への証券投資を述べた。個人投資家にとってこのような証券投資が望ましい根拠として、大型株に比べ中小型株・新興株はリスクヘッジを期待でき、これらの株式を発行する企業が国内価値生産(内需)に基づく事業展開をしている点を指摘した。次に、個人投資家が中小型株や新興株などへの証券投資を選択する方策として、投資先企業(新興企業)を知る機会を設ける、コーポレート・ガバナンスを徹底させる、若年層を中心としたネット取引の拡大を例に挙げた。いずれも、個人投資家を呼び込むようなインセンティブを提示し、幅の利いた証券市場形成を実現できるよう論じた。
- 10

15 5. 厚みのある証券市場形成① 証券市場に厚みを持たせる前提

- 不特定多数の市場参加者が存在する幅を利かせた証券市場と共に重要なのが、市場に流通する証券の“厚み”である。本章 1 節でも述べたように、この“厚み”とは市場で取り扱う証券が質の高い、量的にも豊富な状況を指す(証券の多様化)。単に証券が豊富に流通し売買が激しいだけでは資産価格の過熱を招き、再びバブルを引き起こしかねない。このような状況を招かないためにも、まずは厚みのある証券市場形成の前提条件を示す。
- 20

- 証券が豊富に市場で流通するためには、上場企業による資金調達需要が必要不可欠である。企業が資金調達に迫られるのは、事業拡大や新規事業への投資の際であり、その裏で国内経済が成長していることが背景として考えられる。
- 25 これは単純に景気が良いから生じるものではなく、企業において収益性が見込まれる投資環境がそろっていることが前提条件としてある。本論で国内経済成長を促すような施策を詳細に論ずることは避けておくが、日本経済の成長戦略を考えることは企業の資金調達環境を左右することに関連する。つまり、成長戦略を立て、それを実行し、企業の投資環境が整えられ、その投資に必要な資金調達手段の一つとして証券発行が選択された後に、市場に流通する株式や債
- 30

券が豊富に存在するという流れである。

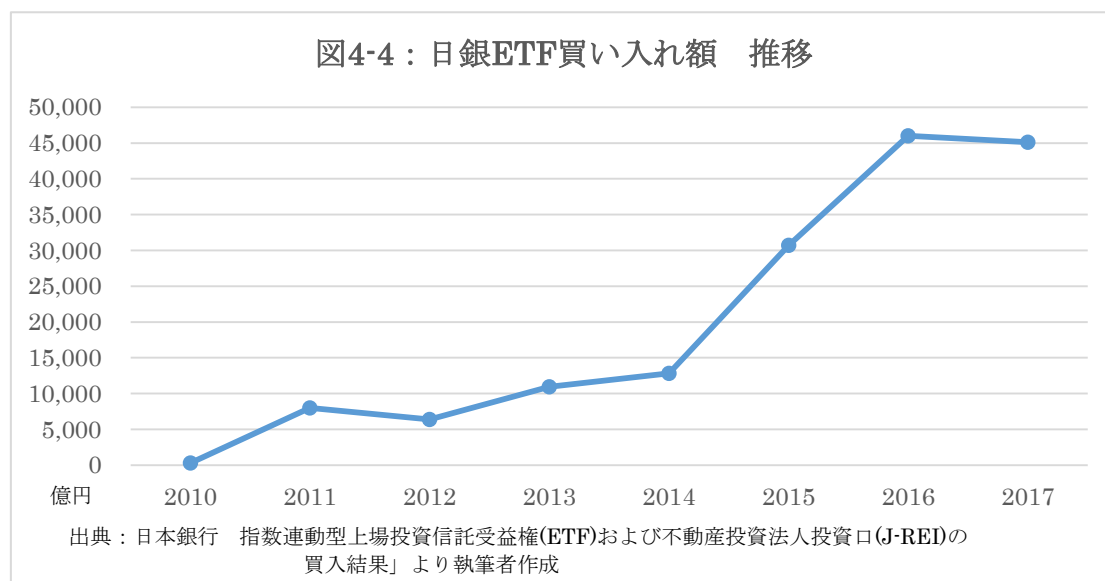
流通する証券が“豊富”に存在し、“厚み”のある証券市場形成の前提条件として日本経済の再生・成長が大きく寄与することに留意し、次節以降はその具体策を考察する。

5

6. 厚みのある証券市場形成② 理想的な証券発行

質の高い証券を豊富に流通させるためには、まず流通の前段階である発行が重要である。一般的に、株式発行の際は市場相場を基にした時価発行が主流である。本論で我々が述べている質の高い証券とは、時価発行の際に用いられる市場相場が公正な価格形成の下で決められていく証券を指す。つまり、企業の業績や財務状態、外部環境要因によって市場相場が正当に評価された上でそれを基に時価発行を実行することが望ましいと考える。しかしながら、今日の株式相場は官製相場が築き上げられている。

10



15

図 4-4 は、日本銀行の指数連動型上場投資信託受益権(ETF)年間買い入れ額を時系列の折れ線グラフで示したものである。ETF は、日経平均株価や東証株価指数(TOPIX)等の値動きに連動する運用を目指し、東京証券取引所などに上場している投資信託である。直接的に上場する株式を保有するものではないが、投資信託という金融商品を購入することで、間接的に個別株式を保有していると捉えることもできる。近年では、日本銀行主導の量的金融緩和から異次元の金融緩和の過程にかけてかなりの ETF が購入された。黒田日銀総裁下以降は

20

さらに買い入れ額を引上げ、現在では年間 4 兆 5 千億円もの ETF を信託銀行から毎年購入している。



日銀による ETF 買い入れのほかにも、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の国内株式投資を通じた年金運用も官製相場を築いている。図 4-5 は、2001 年以降の国内株式投資による運用資産額と年金運用全資産に占める構成比である。これを見る限り、近年の株式投資運用がかなりのハイペースでされていることが明らかである。運用の増加とともにその構成比も全体の 4 分の 1 を占めるようになり、私たちの年金はかなりのリスクテイクを伴って運用されていることが指摘できる。

日銀の ETF 買い入れ・GPIF による国内株式投資によって、現物株の株価が上昇するため、企業収益や価値が正当に評価されるという株式本来の意味を損なっている。これによる影響として、例えば企業の経営上の問題点に対する認識が遅れ、実際に証券売買を行う投資家に不利益をもたらす可能性もある。そしてさらに、このような官製相場を基に新たに発行された株式が流通し、再び ETF 買い入れ・GPIF 株式運用によって官製相場が形成されていく。このような証券発行では、本論で掲げる理想的な質の高い証券が流通されない。質の高い証券流通を達成するためにも、まずは日本銀行の ETF 買い入れを中止・GPIF による国内株式運用を抑制し、真の証券価格形成を目指すべきである。これらの中止・抑制によって株価の下支えが無くなるという懸念も考えられるが、本

来株式市場は企業評価によってその証券価格が決定されるべきである。今日において日本経済の指標として市場相場が利用される上でも、真の情報を発信することも証券市場が担う責任なのではないだろうか。質の高い証券流通を達成するために、まずは日銀 ETF 買い入れ中止・GPIF の国内株式運用抑制によって、本来あるべき不特定多数の市場参加者による価格形成の下での証券発行が必要である。

7. 厚みのある証券市場形成③ マーケットインフラとしての証券取引所

2011 年 11 月、東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合することに合意し、2013 年 1 月には統合持株会社「日本取引所グループ」が発足した。長きにわたりライバル関係にあった日本を代表する 2 つの取引所が統合する狙いとして、取引所としての競争力強化が挙げられる。情報通信技術の発達に伴う金融システムの発展や投資家ニーズの多様化を背景に、グローバルな競争が展開され、日本も株式市場におけるマーケットインフラとして生き残る術を実行したといえるだろう。2 つの取引所が統合し、現物株は東証、先物・デリバティブは大証という構図が明確になり、株式市場はよりそれぞれの取引所市場で豊富な証券を流通させた。しかし、世界的に証券取引所同士の競争が激しくなる一方で、PTS 市場との兼ね合いも課題として浮上している。次に、国際的な取引所再編の分析と、今後の課題や方策を論じたい。

取引所の再編自体は近年だけに見られる傾向ではない。英国では 1973 年に全ての地方証券取引所がロンドン証券取引所(LSE)に統合された。仏国では、1988 年に全国共通上場制度が導入され、地方証券取引所は廃止された。独国でも、1993 年にフランクフルト証券取引所を中心に地方証券取引所を傘下に置く持株会社ドイツ取引所が設立された。日本でも、明治には有価証券を取り扱う取引所が全国で 50 近くあり、戦時中に設立された日本証券取引所に参加した全国の取引所は 11 にまで上った。戦後は、横浜・長崎・神戸・広島・京都などの証券取引所が廃止又は吸収合併された。これらの取引所が姿を消した背景には、交通・通信手段の発達と金融が大都市へと集中したことが考えられる。地方企業が有価証券を地元の証券取引所で取引するという仕組みは必要性を失い、代表的な取引所で集中取引する傾向にあった。

しかし、近年の取引所再編はこの背景とは少し異なる。1990年代後半以降、証券取引において電子化とグローバル化が進展し、私設電子取引システム(PTS)や外国取引所との競争が激化し、その競争力強化に向けて組織再編が行われている。つまり、取引所の数自体が減少傾向にあるからといって、その原因が必ずしも証券市場の弱体化・不活性化にあるとはいえない。

近年の取引所再編により、都市部にある代表的な証券取引所に証券取引が集中し流動性が高まり、本論で掲げる厚みのある証券市場形成が進みつつあることは歓迎すべき流れである。しかし、取引所市場外である私設電子取引システム(PTS)は、流通する株式の分散化を招いている。機関投資家を主な取引主体として開設された外国 PTS 市場に比べて、日本の PTS 市場は個人投資家の夜間取引をターゲットにスタートした。しかしながら、夜間取引では上場企業に関する新たな情報が少ない時間帯であり、流動性が低いという現状がある。前章で指摘した通り、家計の資産選択基準においては安全性や流動性が重視されており、PTS のような流動性が低い市場は個人投資家を呼び込めないといえる。

本節での“厚み”のある証券市場形成の具体的方策として、さらなる証券取引所の再編を提示する。取引所が統合されていくことで、証券売買がより一極集中し流動性を高めることが“厚み”のある証券市場を形成する手立てである。ただし、単に取引所を廃止・吸収合併すれば良いというものではない。特に、新興市場についてはより差別化を図ることで、これまでの地元企業をターゲットにした上場基準を見直すべきである。具体的に述べると、現在国内には東証のマザーズやジャスダック以外に、名古屋のセントレックス、福岡の Q-Board、札幌のアンビシャスという成長企業向け新興市場が存在する。以下に、各市場の上場基準をまとめた。

	セントレックス	Q-Board	アンビシャス
株主数	200 人以上	200 人以上	100 人以上
上場時価総額	3 億円以上	3 億円以上	基準無し
売上高	成長可能事業の売上高計上	成長可能事業の売上高計上	
事業継続年数	1 年以前から 取締役会設置	1 年以前から 取締役会設置	1 年以前から 取締役会設置

※出典：名古屋証券取引所 HP、福岡証券取引所 HP、札幌証券取引所 HP の上場基準概要より執筆者作成

特徴的な点として、アンビシャスには時価総額による基準は設けられていない。その他の項目ではほぼ同一審査基準に基づいて上場していることが読み取れる。この審査基準を差別化することによって、より幅広い新興企業の上場を期待できるのではないだろうか。上場時価総額についてより差別化を図ること

5 で、新興企業の多様な成長段階に応じて上場可能な市場を整備する。これを逆に述べると同じような審査基準で上場制度を設けているならば、似たような市場は廃止・吸収合併されるべきである。これまで地方の証券取引所は衰退とともに廃止・吸収合併されてきたが、今後の証券市場再編の背景には、国内新興市場の差別化を図る上での地方取引所の排斥が考えられるだろう。

10 以上のように、国内の証券取引所は以前までの市場衰退による廃止・吸収合併ではなく、集中取引・差別化を図る上で取引所再編が行われるべきである。証券取引所の再編が進展するにつれて、証券売買が一極集中し、より流動性を高めた“厚み”のある証券市場が形成されるだろう。

15 8. 厚みのある証券市場形成④ 証券化商品

第2章でも述べたように、近年の金融分野における証券化技術は目覚ましい発展を遂げている。ここではより詳しく証券化について論じ、市場活性化に役立てるツールとして捉えたい。

証券化技術によって様々な金融商品が生まれ、多種多様な証券が流通するようになったが、「証券化」とは、金融債権や不動産などの資産を証券化することを指す。原資産保有者(オリジネーター)から資産を譲り受けた SPV(特別目的事業体)が、それらの資産から発生するキャッシュフローを裏付けとして ABS(資産担保型証券)を発行する。これらの証券化商品が生まれた背景として、金融機関を例に考察する。金融機関は自らの負債といえる預金を個人・企業から受信

20 するが、その預金はいつ何時引き出され流出してしまうかわからない短期的なものである。一方で、企業に対する貸出金などの資産は長期間にわたる回収が見込まれる。このバランスシート上でのアンバランスな資産・負債構成を打破するために、借方側の企業融資や住宅ローンなどの資産を引き離し、それを担保に証券化することによって金融機関が抱えるバランスシート上のアンバラン

25 スを是正する意義が証券化商品には含まれている。このような金融機関にとつ

30

てのリスクの分散によって、証券化商品が証券市場に豊富に流通するようになった。

証券化商品の登場によって証券市場に厚みをもたらせた点は以上の通りだが、この証券化商品の危険性についても理解しておく必要がある。先のリーマンショックがその例として挙げられる。先述のように、証券化商品は原資産から得られるキャッシュフロー(住宅ローンの回収など)が裏付けとなって生まれてきた商品である。裏を返せば、その資産の回収ができなければ証券化した ABS 等の証券価格も暴落する可能性がある。米国では、2006 年夏以降住宅バブルが崩壊し担保価格の下落、次いで 2007 年以降のサブプライムローン(低所得者向け住宅ローン)の焦げ付き・延滞が増加した。これらのローンを裏付けとする RMBS(住宅ローン担保証券)など多くの証券化商品が格付け機関によって大幅に格下げされ、デフォルト(債務不履行)や値崩れを起こし、多大な損失を各国金融機関や投資家が被った。

以上のような経緯を辿って世界同時株安・金融危機が発生したが、これは単に証券化商品が悪者として評価されるべきではない。あくまでサブプライムローン自体に問題があり、そのあおりを食らったともいえる。“金も仕事もないが、家はある” そんな状態で生まれた貸出債権を裏付けしたことに問題があるのではないか。証券化はうまく利用すれば、金融機関にとってはリスクヘッジが可能になり、投資家にとっても多種多様な資産運用手段が選択できる。債券市場にとっても、厚みのある証券市場形成という観点からうまく活用していきたい金融商品である。第 2 章後半部分でも述べたように、証券化商品をはじめとする市場型間接金融が進展すると、より厚みのある証券市場形成へと進むことが可能になる。

本節を含め、厚みのある証券市場を形成するための方策としていくつか提示をした。初めに、企業の資金調達需要を活発化させるような日本経済の再生・成長を促すこと。次いで、日銀の ETF 買い付け・GPIF による国内株式投資など官製相場形成を止めること。3 つ目には、取引所再編による証券取引を集中させること。最後に、証券化商品をうまく利用し流通する証券の量を増加させること。これらの方策は現在進行中のものを含めた提案である。何か新たなものを創造するというよりは、あくまで今ある証券市場をどう活かしていくのか

に重点を置いた。

9. 小結

本論で掲げた理想的な証券市場の姿である「幅の利いた厚みのある証券市場」
5 形成に向けて、本章では幅の面と厚みの面で分けて方策を提示した。幅の面では、中小型株や新興株投資による個人投資家の増加のため、投資先企業を知る機会を設ける、個人投資家保護に向けたコーポレート・ガバナンスの強化、若年層を中心としたネット取引の拡大を提示した。厚みの面では、まずは日本経済の再生・成長を図ること、官製相場形成を止めること、証券の取引集中を図
10 ること、証券化商品をうまく活用することを示した。この両面での方策を達成することによって、本論で掲げる「幅の利いた厚みのある証券市場」が形成されると考える。これのみが望ましい証券市場の姿とは思わないが、あくまで一例として、国内証券市場活性化の方策を提示したと理解していただけるとありがたい。

15

終わりに

本稿では、企業の資金調達において証券発行が選択されていない現状と、家計における資産割合の大部分が現預金であることを最初に指摘した。それを踏
20 まえた上で証券市場を分析し、次いで、証券・証券市場とは何か、それが有する役割・機能とは何かを論じた。明らかにされた役割と機能を基に、証券市場が活性化する意義を述べ、最終章でその方策を提示した。本稿で明らかになった目指すべき市場の姿として「幅の利いた厚みのある証券市場」を述べた。あくまで市場活性化によって形成される証券市場の一例ではあるが、市場の持つ
25 機能と役割を考慮した上で考え出された理想の証券市場である。少々踏み入った主張をした箇所もあったと思われるが、多種多様な意見はこれからの証券市場を見据えるうえで重要であり、歓迎したい。本稿を基に議論が栄え、より魅力的な証券市場が形成されることを切に願う。

30

《参考文献》

- * 二上季代司・代田純（2011）『証券市場論』 有斐閣
- * 津村英文（1993）『証券市場論入門』 有斐閣双書
- * 坂下晃・外島健嗣・田村香月子（2010）『証券市場の基礎知識』 晃洋書房
- 5 * 東京証券取引所（2004）『入門 日本の証券市場』 東洋経済新報社
- * 日本証券業協会・高橋文郎（2012）『新・証券市場 2012』 中央経済社
- * 福光寛・高橋元（2007）『ベーシック証券市場論(改訂版)』 同文館出版
- * 可児滋（2005）『金融パーソンのための証券ハンドブック』 日本評論社
- * 林敏彦・佐賀卓雄（2011）『改訂版 消費者と証券投資』
- 10 放送大学教育振興会
- * 釜江廣志（2015）『入門証券市場論〔第3版補訂〕』 有斐閣
- * 日本証券業協会（2005）『個人投資家と証券市場のあり方』 中央経済社
- * 小本恵照・尾関純（2014）『すらすら図解 M&A のしくみ』 中央経済社
- * 早稲田大学ファイナンス研究センター（2012）
- 15 『証券市場のグランドデザイン』 中央経済社
- * 日本証券経済研究所『証券経済研究 第93号』（2016. 3）
- * 名古屋証券取引所 HP「上場審査基準」 最終閲覧日：2017/10/22
<http://www.nse.or.jp/system/centrex/criteria.html>
- * 福岡証券取引所 HP「上場審査基準の概要」 最終閲覧日：2017/10/22
- 20 <https://www.fse.or.jp/stock/criteria.php>
- * 札幌証券取引所 HP「上場基準概要」 最終閲覧日：2017/10/22
<http://www.sse.or.jp/targetcompany/kijun>
- * 『ベンチャー企業の資金調達』大和総研資本市場調査部 奥谷貴彦（2012）
- * 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び
25 委員会の設置状況」 2017年7月26日公表
- * 日本経済新聞社発行 日本経済新聞朝刊 2017年6月28日付 21頁
- * 松本朗（2010）「証券化についての原理論的考察」

《図表データ元》

図 1-1・1-4：財務総合政策研究所 HP 「法人企業統計調査」

最終閲覧日：2017/10/26

<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/index.htm>

5 図 1-2：OECD ライブラリー OECD Date 最終閲覧日：2017/6/26

<https://data.oecd.org/price/share-prices.htm>

図 1-3・1-5・1-6：日本証券業協会 「Fact Book 2016」

図 3-1：金融広報中央委員会 HP 「家計の金融行動に関する世論調査」

最終閲覧日：2017/9/21

10 <https://www.shiruporuto.jp/public/data/movie/yoron/tanshin/2016/>

図 3-2：日本取引所グループ HP 「新規上場基本情報」

最終閲覧日：2017/9/4

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>

図 3-3：日本銀行時系列統計データ検索サイト 最終閲覧日：2017/10/13

15 <http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>

図 4-1：日本取引所グループ「株式分布状況調査」(2006,2008,2010,2011,2016)

図 4-2・4-3：日本証券業協会

「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査(平成 29 年 3 月末時点)」

図 4-4：日本銀行 「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資

20 法人投資口 (J-REIT) の買入結果」 最終閲覧日：2017/10/22

https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm

図 4-5：年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 運用状況

最終閲覧日：2017/10/24

<http://www.gpif.go.jp/operation/state/>

25